

Le dollar et l'euro : la primauté monétaire de l'Europe a-t-elle une place?

Merih Uctum et Pierre Deusy-Fournier

Volume 74, numéro 4, décembre 1998

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/602280ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/602280ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Uctum, M. & Deusy-Fournier, P. (1998). Le dollar et l'euro : la primauté monétaire de l'Europe a-t-elle une place? *L'Actualité économique*, 74(4), 669-694. <https://doi.org/10.7202/602280ar>

Résumé de l'article

L'objet de cette étude est de déterminer si la suprématie du dollar a été remise en question depuis 1980, date à laquelle ont débuté les démarches pour la création d'une monnaie européenne unique devant mener à l'internationalisation des principales monnaies européennes. Nous avons constaté que le déclin du rôle international du dollar, qui s'était amorcé juste après l'effondrement du système de Bretton Woods, se poursuit. Ce déclin est visible au niveau des utilisations privées du dollar, bien que la monnaie américaine continue à dominer les autres lorsqu'il s'agit des utilisations officielles. Si une monnaie européenne unique est adoptée, les résultats empiriques laissent penser qu'elle pourrait fortement concurrencer le dollar à titre de monnaie internationale.

*Le dollar et l'euro : la primauté monétaire de l'Europe a-t-elle une place?**

Merih UCTUM

Brooklyn College

et le Graduate Center of the City University of New York

Pierre DEUSY-FOURNIER

Commission européenne

RÉSUMÉ – L'objet de cette étude est de déterminer si la suprématie du dollar a été remise en question depuis 1980, date à laquelle ont débuté les démarches pour la création d'une monnaie européenne unique devant mener à l'internationalisation des principales monnaies européennes. Nous avons constaté que le déclin du rôle international du dollar, qui s'était amorcé juste après l'effondrement du système de Bretton Woods, se poursuit. Ce déclin est visible au niveau des utilisations privées du dollar, bien que la monnaie américaine continue à dominer les autres lorsqu'il s'agit des utilisations officielles. Si une monnaie européenne unique est adoptée, les résultats empiriques laissent penser qu'elle pourrait fortement concurrencer le dollar à titre de monnaie internationale.

ABSTRACT – This study examines whether the move toward a single European currency leading to internationalization of major European currencies has challenged the dollar's supremacy since the 1980s. We find that the decline of the international role of the dollar, which started right after the collapse of the Bretton Woods system, is continuing. This decline is visible in private uses of the dollar, although the US currency still dominates the other currencies in official uses. If a single European currency is adopted, the evidence suggests that the euro will likely become a major competitor to the dollar as an international currency.

* Merih Uctum souhaite remercier M. Aglietta, J. Clark et A. Sarkar pour leurs précieux commentaires, les deux lecteurs anonymes de cette revue dont les remarques ont permis d'améliorer considérablement cette étude et, finalement, le *Economics Department* de la *Rutgers University* pour son hospitalité.

INTRODUCTION

Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods en 1973, plusieurs indicateurs révèlent un déclin séculier de l'utilisation de la monnaie américaine sur les marchés financiers internationaux. Dans cette étude, nous cherchons à déterminer si les événements plus récents en Europe et en Asie ont remis en question la suprématie du dollar qui dure depuis les années quatre-vingt. Le rôle du dollar comme monnaie internationale a-t-il décliné? Dans l'affirmative, quelles sont les monnaies qui ont bénéficié de ce déclin? Les démarches pour la création d'une monnaie européenne unique devant mener à l'internationalisation des principales monnaies européennes ont-elles été entreprises au détriment du dollar? La force de l'économie japonaise jusqu'au début des années quatre-vingt-dix a-t-elle menacé la suprématie du dollar au cours de la dernière décennie? Ce ne sont là que quelques unes des questions auxquelles cette étude tente de répondre.

Dans ce document, nous avons adopté le cadre d'analyse développé par Krugman (1991). Ce cadre applique au contexte international les fonctions traditionnelles de la monnaie dans une économie fermée : la monnaie est un moyen d'échange, une unité de compte et une réserve de valeur. La dimension internationale introduit une demande officielle de monnaie parallèlement à la demande privée. Nous examinons les fonctions de plusieurs monnaies et, quand nous en avons la possibilité, nous étayons quantitativement notre argumentation.

À partir des tendances à long terme, nous tirons des conclusions sur le rôle que jouerait une monnaie européenne unique (l'euro) si elle était adoptée comme monnaie unique au siècle prochain¹. Afin d'évaluer la part que l'euro occuperait s'il était introduit aujourd'hui, et pour comparer cette part à celle qu'occupent le dollar et le yen, nous considérons trois blocs monétaires constitués des États-Unis, du Japon et d'un agrégat européen de tous les membres potentiels de l'Union monétaire européenne (UME) pour lesquels des données sont disponibles².

Contrairement à la majeure partie des articles, le nôtre analyse les variations des parts en volumes et en dollars courants. Cette approche nous permet de séparer les variations de quantités des incidences des variations de change. Dans chaque section, nous ajoutons à l'analyse une discussion sur les effets que pourrait exercer l'introduction d'une nouvelle monnaie internationale sur les tendances actuelles.

Dans notre analyse des tendances à long terme, nous distinguons d'une part les changements temporaires, qui prennent la direction inverse quand la cause

1. Nous menons notre analyse en supposant que l'UME sera réalisée et nous ne cherchons pas à déterminer si les pays membres constituent une région monétaire optimale. De nombreux ouvrages examinent cette question d'un point de vue macroéconomique (entre autres, Mundell, 1961; Melitz, 1966; Buiter, 1995) ou microéconomique (par exemple, Dowd et Greenaway, 1993).

2. Bien qu'il soit peu probable que le Royaume-Uni et le Danemark fassent partie du premier groupe de pays qui constitueront l'UME, nous pensons qu'ils feront partie de l'analyse à moyen terme. Par conséquent, nous les incluons dans nos calculs.

sous-jacente disparaît, et d'autre part les changements structurels qui sont souvent permanents. Finalement, nous abordons brièvement les effets de l'introduction d'une monnaie unique sur les taux de change³.

Au terme de notre analyse, nous concluons que le déclin du rôle international du dollar, déclin qui a débuté peu après l'effondrement du système de Bretton Woods, se poursuit dans la plupart des catégories. Ce déclin est visible au niveau des utilisations privées du dollar. Par contre, pour des fins officielles, le dollar demeure la monnaie dominante⁴. Si une monnaie européenne unique est adoptée, les résultats indiquent que l'euro rivalisera grandement avec le dollar à titre de monnaie internationale. Les deux monnaies coexisteront sûrement longtemps dans un système multipolaire où le yen jouera un rôle régional plus modeste. De plus, quelle que soit l'importance de son rôle international, la force ou la faiblesse de l'euro par rapport au dollar ne fait pas l'unanimité.

1. LES FONCTIONS ET LES DÉTERMINANTS D'UNE MONNAIE INTERNATIONALE

Quand les monnaies privée et officielle sont prises en considération, on peut identifier six fonctions (tableau 1) à partir des trois rôles traditionnels de la monnaie (intermédiaire dans les échanges, unité de compte et réserve de valeur). Une monnaie internationale joue le rôle d'intermédiaire dans les échanges, aussi bien pour les transactions privées (rôle véhiculaire de la monnaie dans le règlement des transactions internationales) que pour les transactions officielles (rôle de monnaie d'intervention pour les banques centrales). Une monnaie internationale est utilisée à titre d'unité de compte par les détenteurs privés dans la facturation des importations et des exportations, et par les pays qui souhaitent y ancrer leur monnaie. Elle est une réserve de valeur pour les agents privés qui détiennent des actifs, ainsi que pour les banques centrales qui possèdent des réserves⁵.

TABLEAU 1
LES FONCTIONS D'UNE MONNAIE INTERNATIONALE

Fonctions	Secteur privé	Secteur officiel
Moyen de paiement	Transactions internationales	Intervention
Unité de compte	Facturation	Ancrage
Réserve de valeur	Portefeuilles privés	Réserve

3. Nous traitons des valeurs à court terme et à long terme de l'euro, et non de sa valeur au début de l'UME. Pour une analyse des taux de conversion, voir De Grauwe (1996).

4. Hakkio (1991) et Johnson (1994) ont constaté que le dollar est généralement la monnaie dominante.

5. Voir Matsuyama *et al.* (1993) et Trejos et Wright (1995) pour les fondements théoriques d'une monnaie internationale.

Les trois fonctions d'une monnaie internationale sont séparables, mais non indépendantes. Les coûts de transaction peuvent inciter les agents à employer la même monnaie pour les trois sous-fonctions. Par exemple, les agents privés ont tendance à rechercher une monnaie qui soit stable pour effectuer la facturation et pour détenir une partie de leur richesse sous cette forme. La même monnaie pourrait également servir de moyen de paiement. Ces facteurs pourraient conduire les banques centrales à ancrer leur devise à la même monnaie et, par conséquent, à utiliser cette monnaie comme monnaie de réserve dans leurs interventions. Toutefois, l'inverse est également plausible et différentes monnaies peuvent être employées pour remplir différentes fonctions. Par exemple, jusqu'en 1974, le prix du pétrole était fixé en dollars, mais le paiement était effectué en livres sterling.

De nombreux observateurs affirment que trois facteurs affectent principalement le rôle international d'une monnaie : l'importance économique du pays d'origine; la capacité et la disponibilité en liquidités des marchés financiers; et l'inertie historique (ou l'hystérésis) de la détention d'une monnaie internationale.

La taille d'un pays est fonction des économies d'échelle sur les marchés des changes : plus le pays est grand, plus sa devise a de chances d'être le moyen de paiement dominant entre les économies (Krugman, 1991). Les économies d'échelle sont importantes au niveau de l'utilisation privée d'une monnaie à titre d'unité de compte et de réserve de valeur, et elles peuvent être prises en considération en exprimant les données par rapport à la taille du pays.

D'après le deuxième concept, également connu sous le nom d'externalités dues à la profondeur des marchés, plus les marchés financiers d'un pays sont développés, plus il est facile de se couvrir contre les risques de change en utilisant la monnaie de ce pays dans les transactions internationales. Quand les règlements finaux sont conclus entre les banques commerciales, par exemple, les externalités dues à la profondeur des marchés deviennent un facteur important qui permettra de déterminer la monnaie dans laquelle la transaction sera effectuée. Par conséquent, il est fort probable que ces externalités affectent l'utilisation privée d'une monnaie comme moyen de paiement.

Le troisième concept, l'hystérésis, reflète l'inertie qui affecte les décisions des pays et des individus, indépendamment de tout autre facteur économique. Les agents économiques sont réputés présenter un certain type de comportement issu de la persistance des habitudes. Par exemple, la livre sterling a continué d'être une monnaie internationale longtemps après que le Royaume-Uni eut cessé d'être la plus importante puissance économique mondiale. Ainsi, l'hystérésis pourrait bien être un facteur dominant quand il s'agit d'expliquer l'importance mondiale d'une monnaie dans une catégorie.

2. MOYENS DE PAIEMENT

2.1 *Le rôle privé d'une monnaie internationale : la monnaie véhiculaire*

Les deux indicateurs les plus répandus qui décrivent l'évolution sur les marchés financiers internationaux des principales monnaies à titre de moyen de paiement sont (1) le flux quotidien de transactions sur les marchés des changes et (2) la composition monétaire des prêts consentis par les banques étrangères, tels que déclarés par les banques. Dans cette section, nous mettons l'accent sur les deux indicateurs et nous montrons que la part occupée par le dollar dans les transactions internationales a décliné. Parallèlement, on peut observer une croissance rapide de la part occupée par les monnaies européennes sur les marchés des changes, et de celle occupée par le yen dans les prêts bancaires internationaux.

2.1.1 *Volume de transactions sur le marché des devises*

Les flux quotidiens de transactions sur le marché des devises indiquent que, dans l'ensemble, le dollar est employé dans la plupart des transactions, mais à un rythme décroissant (tableau 2). Les statistiques publiées par la Banque des Règlements Internationaux sont basées sur des enquêtes périodiques portant sur les activités des banques centrales sur le marché des devises et sur les marchés dérivés. En 1989, le dollar était échangé dans 90 % de l'ensemble des transactions⁶. En 1992, ce chiffre a chuté à 82 %. Toutefois, à la suite de la chute du dollar au cours des années quatre-vingt-dix, les échanges qui ont fait l'objet de cette monnaie ont augmenté de 1 % en 1995, ce qui laisse croire que la tendance à la baisse a connu un répit.

La stabilisation bilatérale des parités avec le mark allemand et la réduction de l'inflation que le mécanisme de change européen a réussi à accomplir, ainsi que le retrait des restrictions de marché expliquent, d'une part, le déclin enregistré par la demande pour le dollar et pour d'autres monnaies refuges et, d'autre part, la récente diversification monétaire dans la zone du mark allemand. Depuis 1989, l'utilisation du franc suisse et de la livre sterling a chuté de 30 % et, depuis 1992, celle du mark allemand a diminué de 8 %. Toutefois, ce déclin a été plus que compensé par la hausse de 300 % de l'utilisation du franc français et des monnaies d'autres pays membres de l'Union européenne (UE) depuis la naissance du Système monétaire européen en 1989.

6. La somme des pourcentages s'élève à 200 parce que chaque transaction comporte deux monnaies, et la somme des transactions effectuées dans chaque devise équivaut au double du volume total rapporté.

TABLEAU 2

VENTILATION PAR DEVISE DU VOLUME DE TRANSACTIONS BRUT
SUR LE MARCHÉ DES CHANGES
(PARTS EN %)

Catégorie	Avril 1989	Avril 1992	Avril 1995
Dollar américain	90	82	83
Yen japonais	27	23	24
Mark allemand	27	40	37
Livre sterling	15	14	10
Franc français	2	4	8
Écu	1	3	2
Autres monnaies du SME	3	9	13
Franc suisse	10	9	7
Dollar canadien	1	1	3
Dollar australien	2	2	3
Autres monnaies	21	11	10
Toutes les monnaies	200	200	200

NOTE : Utilisation de devises sélectionnées d'un côté des transactions. Chaque transaction impliquant par nature deux devises, le total des pourcentages est deux fois le montant total des transactions (200 %). Dans le cas de l'Allemagne, les données pour 1989 excluent les échanges domestiques réalisés en mark allemand à l'intérieur du pays.

SOURCE : Banque des Règlements Internationaux, *Central Bank Survey of Foreign Exchange Activity*, avril 1992 et 1995.

Nous pouvons évaluer la part que l'euro occuperait s'il était introduit aujourd'hui en additionnant les parts actuelles détenues par les membres potentiels de l'UME (mark allemand, franc français, livre sterling, écu, et les monnaies d'autres pays appartenant au Système monétaire européen) en volume total. Bien qu'informelle, cette approximation indique que si l'euro avait existé en 1995, il aurait figuré dans 70 % des transactions, ce qui constitue une menace sérieuse à la suprématie du dollar. Évidemment, ce chiffre serait réévalué à la hausse à mesure que l'euro acquerrait de la crédibilité et qu'il serait affecté par des facteurs comme l'aversion au risque des investisseurs internationaux. Vue sous un autre angle, l'élimination du risque monétaire à l'intérieur de l'Europe pourrait mener au déclin des actifs libellés en euros parce que les investisseurs pourraient rechercher d'autres monnaies pour se couvrir contre le risque et diversifier leur portefeuille⁷.

Bien que le rôle du dollar ait reculé, les externalités dues à la profondeur des marchés n'expliquent que partiellement sa prépondérance dans les transactions internationales. La plupart des échanges effectués par l'intermédiaire d'une troisième monnaie, le sont généralement en dollars. Un investisseur, qui souhaite vendre la monnaie A pour acheter la monnaie B, vend d'abord la monnaie A en échange de dollars, puis vend ses dollars pour se procurer la monnaie B. Les externalités dues à la profondeur des marchés apparaissent dans des marchés plus sophistiqués et plus étoffés. Comme nous l'indiquons au tableau 3, en 1992 et 1995, les marchés américains étaient plus diversifiés et plus étoffés que leurs homologues européens. Dans la plupart des marchés, le rôle du dollar était plus prononcé que celui des autres monnaies et il faisait l'objet des transactions les plus liquides. La part du dollar est encore plus importante sur les marchés étrangers des opérations de report sur devises (*swaps*) et des contrats à terme (*futures*) où il est présent dans près de la moitié des transactions. Le mark allemand, qui se classe deuxième après le dollar, a perdu sa part de marché dans la plupart des catégories en 1995. En matière des externalités dues à la profondeur des marchés, il semblerait que l'euro ait du chemin à faire avant d'atteindre le niveau du dollar.

7. Benassy *et al.* (1994) ont montré que si les anticipations et la politique monétaire demeurent inchangées, l'UME aura peu d'effet sur l'allocation optimale du portefeuille des investisseurs internationaux.

TABLEAU 3

VOLUME QUOTIDIEN DE TRANSACTIONS SELON LES DIFFÉRENTES MONNAIES
EN AVRIL 1992 ET EN AVRIL 1995

Segment de marché						
Volume de transactions bilatérales	Avril 1992			Avril 1995		
	Comptant	À terme	Swaps	Comptant	À terme	Swaps
Dollar américain / yen japonais	15,7	20,4	25	18	22	24
Dollar américain / franc suisse	5,9	6,1	6,8	5	5	6
Dollar américain / dollar canadien	2	2,9	4,9	2	4	4
Dollar américain / dollar australien	1,5	2,1	3,4	2	2	3
Dollar américain / mark allemand	29,6	21,7	19,4	29	19	17
Dollar américain / livre sterling	8,5	9,4	11,5	5	5	8
Mark allemand / yen japonais	3,9	3,5	0,3	4	3	0
Deutsche mark / franc suisse	2,9	1,6	0,2	—	—	—
Mark allemand / livre sterling	4,9	3,1	0,7	4	1	0
Deutsche mark / franc français	—	—	—	6	2	1
Autres	23,8	27,0	24,1	23	31	30
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

SOURCE : Banque des Règlements Internationaux, *Central Bank Survey of Foreign Exchange Activity*, avril 1992 et 1995.

2.1.2 Composition en devises des prêts bancaires internationaux

La caractéristique la plus saillante des prêts bancaires internationaux entre 1983 et 1995 est l'importante diminution de la part du dollar en termes réels, diminution qui a été observée pour chaque pays à l'étude. Cette part est passée de 73 % à 40 %, en excluant l'effet de variations de taux de change (tableau 4). Bien que le rôle international des monnaies autres que le dollar américain soit encore modeste, le taux de croissance de leur part a été substantiel. Au cours de la même

TABLEAU 4

VENTILATION PAR DEVISE DES PRÊTS BANCAIRES INTERNATIONAUX
DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS

(EN POURCENTAGE DU STOCK TOTAL EXPRIMÉ EN MILLIARDS DE DOLLARS AMÉRICAINS,
EN EXCLUANT L'EFFET DES VARIATIONS DE CHANGE)

	1983*	1988	1989	Sept. 1995
Dollar américain	72,0	52,0	54,8	42,5
Yen japonais	—	14,6	11,7	12,7
Mark allemand	—	12,6	13,1	15,2
Livre sterling	—	4,2	3,4	3,6
Franc français	—	—	2,2	4,8
Lire italienne	—	—	0,6	3,2
Écu	—	2,5	2,8	2,9
Franc suisse	—	4,9	4,6	4,5
Autres*	28,0	9,2	6,3	10,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

NOTE : * Dans la première colonne, les parts des autres monnaies peuvent ne pas inclure les monnaies énumérées après le dollar américain.

SOURCE : Banque des Règlements Internationaux, *International Banking and Financial Markets Developments*, divers numéros.

période, la part occupée par le yen dans les prêts bancaires internationaux est passée d'un niveau négligeable à environ 15 %. La part du mark allemand a augmenté de 13 % à 15 % en 1996, tandis que la part totale du franc français et de la lire italienne est passée de 0,6 % à presque 9 %. Depuis 1994, cinq monnaies européennes (y compris l'écu) constituent le tiers des prêts bancaires internationaux des pays industrialisés.

La diversification qui s'est effectuée au détriment du dollar peut s'expliquer par des changements structurels, par des modifications de la réglementation et par des changements fiscaux comme, par exemple, l'effet exercé par un changement fiscal sur la constitution de portefeuille. Tandis que les changements structurels corroborent la vision selon laquelle le rôle international des prêts bancaires en dollars suit une tendance séculaire à la baisse, les changements fiscaux et de réglementation ne devraient pas être perçus comme le signe d'une diversification monétaire au détriment du dollar.

L'essor dans le rôle joué par le yen au cours de la deuxième moitié des années quatre-vingt est un cas issu de la première catégorie et suggère un changement permanent du rôle international du dollar. Deux facteurs importants ont contribué à ce changement. Premièrement, au cours des années quatre-vingt, les pays de l'Asie de l'Est, qui effectuaient l'essentiel de leurs échanges avec le Japon, ont connu une croissance économique très rapide. Deuxièmement, après 1983, le Japon a pris des mesures pour libéraliser les mouvements de capitaux. Entre autres, il a levé les restrictions sur les prêts étrangers et il a établi un marché *off-shore*. Ces deux facteurs ont contribué à une hausse de la demande des actifs et des prêts bancaires libellés en yen.

Toutefois, l'augmentation de la part du mark allemand semble avoir été induite par deux mesures fiscales. La première a été instaurée en 1989 et visait à imposer les revenus d'intérêt, tandis que la seconde, entrée en vigueur en 1993, portait sur les titres monétaires des résidents. Ces mesures ont conduit les investisseurs allemands à augmenter la part de leurs avoirs en euro-dépôts et à diminuer celle en monnaie domestique. Contrairement aux changements de goûts, ces facteurs ont tendance à aller en sens contraire si les causes sous-jacentes disparaissent.

Dans l'ensemble, les facteurs permanents indiquent que les banques privées diversifient leurs portefeuilles. Une nouvelle monnaie internationale maintiendra et accentuera probablement la tendance à la baisse du rôle du dollar.

2.2 *Le rôle officiel d'une monnaie internationale : une monnaie d'intervention*

Pour des raisons de confidentialité, le rôle d'intervention de la monnaie n'est pas analysé habituellement. Toutefois, on observe ordinairement (mais pas toujours) un lien entre les interventions qu'un pays entreprend sur le marché des devises et les réserves internationales qu'il détient. Le rôle international d'une monnaie en tant que monnaie de réserve est examiné plus bas.

3. UNITÉ DE COMPTE

3.1 *Le rôle privé : la facturation*

La facturation des exportations et des importations constitue un des rôles importants d'une monnaie internationale. Toutefois, peu d'études fournissent des informations statistiques sur les pratiques internationales en matière de facturation. Toutes les études montrent que, bien que le dollar soit la monnaie prépondérante pour la facturation mondiale des échanges, son rôle international suit une tendance à la baisse⁸. Notre analyse soutient cette conclusion.

8. Voir, par exemple, Tavlas (1990), Tavlas et Ozeki (1991), et Black (1990).

Le tableau 5 est basé sur une étude qui examine le comportement des principaux pays exportateurs (les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Italie, le Royaume-Uni et les pays membres de l'OPEP), lesquels représentent 60 % des exportations mondiales. La première colonne de chaque année représente la part des exportations mondiales exprimées dans une monnaie donnée. La seconde colonne prend en considération la taille relative des pays. Ainsi, quand la part relative d'une monnaie est supérieure à 1, elle est considérée comme une monnaie internationale parce que, comme elle est employée dans les échanges entre pays tiers, son utilisation internationale excède le poids du pays dans la production mondiale.

TABLEAU 5

PRATIQUES INTERNATIONALES DE FACTURATION COMMERCIALE*

	1980		1987		1992	
	Part mondial	Part relative	Part mondiale	Part relative	Part mondiale	Part relative
Dollar américain	56,1	4,5	49,7	3,4	47,6	3,6
Mark allemand	13,6	1,4	16,1	1,5	15,3	1,4
Yen japonais	2,1	0,3	4,0	0,5	4,8	0,6
Livre sterling	6,5	1,1	5,5	0,9	5,7	1,0
Franc français	6,2	0,9	6,5	1,0	6,3	1,0
Lire italienne	2,2	0,5	3,2	0,6	3,4	0,7
Florin néerlandais	2,6	0,7	2,8	0,7	2,8	0,8
Autres	10,6	—	14,0	—	14,1	—

MEMO : Commerce à l'intérieur et à l'extérieur de l'Europe (en millions d'écu)

intra-UE		extra-UE		Part des exportations intra-UE par rapport au commerce total de l'UE
Exportations	Importations	Exportations	Importations	
415 211	465 267	415 211	465 267	24

NOTE : * Dans la partie supérieure, la première colonne de chaque année représente la part des exportations mondiales exprimées dans la devise correspondante. La deuxième colonne est égale à la première colonne divisée par la part que le pays représente dans le commerce mondial.

SOURCE : *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency*, N. THYGESEN (ed.), ECU Institute, Kluwer Law International; Eurostat (1995) et calculs des auteurs.

À la fin de 1992, le dollar était employé pour la facturation de 47 % des exportations mondiales. Malgré son importance, cette statistique indique une tendance à la baisse parce que ce chiffre était de 49 % en 1987 et de 56 % en 1980. Les chiffres présentés dans la seconde colonne de chaque année confirment le déclin du rôle international du dollar comme unité de compte. Bien que la part relative du dollar se soit stabilisée à environ 3,5 % depuis 1987, ce chiffre représente une chute de 20 % par rapport au 4,5 % de 1980.

Le yen japonais et trois monnaies européennes, à savoir le franc français, la lire italienne et le florin néerlandais, ont vu leur part relative en matière de facturation augmenter au détriment du dollar. La part que les trois monnaies européennes occupaient dans les exportations mondiales a augmenté de 10 % depuis 1980. Au cours de la même période, la part relative du yen dans les exportations mondiales a doublé, bien que le Japon soit largement sous-représenté comparativement à la taille de son économie. Par contre, le mark allemand présente la caractéristique d'une monnaie internationale, bien que la part qu'il occupe dans la facturation mondiale n'ait pas augmenté depuis 1980.

La chute de la part du dollar peut être attribuée à l'incidence des variations de change, qui sont habituellement temporaires, et aux effets structurels, qui ont tendance à être permanents. Parmi les effets temporaires, mentionnons la réduction de la valeur des réserves détenues en dollars par rapport aux autres monnaies suite à la dépréciation du dollar vers le milieu des années quatre-vingt. Cette situation a certainement contraint les pays qui possédaient des réserves modestes en dollars à opter pour des partenaires commerciaux qui effectuent leur facturation dans d'autres monnaies. La chute des prix du pétrole (exprimée en dollars) a eu un effet similaire. Probablement permanent à moyen terme, cet effet a réduit de 16 % en 1980 à 5 % en 1992 la part occupée par les exportations de pétrole dans le commerce mondial. Cette réduction va, à son tour, amplifier la pression à la baisse exercée sur les exportations mondiales totales exprimées en dollars.

Un troisième facteur explique le déclin de la part du dollar dans les échanges mondiaux : il s'agit de la croissance des importations des pays industrialisés exprimées dans leur propre monnaie, ce qui reflète un changement permanent dans le rôle international du dollar. Entre 1980 et 1992, la part des importations libellées en monnaie domestique en Allemagne, en France, en Italie et au Royaume-Uni, est passée en moyenne de 34 % à 45 %. Au cours de la même période, cette proportion a augmenté de 2,4 % à 17 % au Japon, tandis qu'elle a décliné de 85 % à 80 % aux États-Unis.

Si, comme nous l'avons fait précédemment, nous additionnons les parts respectives des membres potentiels de l'UME afin d'obtenir une indication du rôle que l'euro pourrait jouer, nous constatons qu'en 1992, la facturation d'environ 33 % des exportations mondiales était effectuée dans les monnaies de ces pays. Bien que ce chiffre soit inférieur à celui de la part du dollar, si nous prenons en considération le facteur taille, la part potentielle de l'euro (4,9 %) est supérieure à la part relative du dollar (3,6 %).

On pourrait défendre l'idée selon laquelle une zone monétaire commune est considérée comme étant un pays unique. Par conséquent, les calculs relatifs à la facturation devraient exclure le commerce réalisé à l'intérieur de l'Europe puisqu'il serait effectué en euros. Notre conclusion en matière de facturation demeure valide, même si nous excluons le commerce de la zone européenne. La section B du tableau 5 indique qu'en 1992, environ 24 % des exportations européennes avaient pour destination un pays de l'Union européenne. Ce chiffre montre que la part mondiale des exportations extra-UE, facturées en euros, est d'environ 25 %⁹. La part relative des exportations extra-UE qui sont facturées en euros s'élèverait à 3,7 %, un chiffre qui se compare aisément à la part relative du dollar. Si une monnaie unique est officiellement adoptée, il faut s'attendre à une augmentation de ces chiffres en faveur de l'euro puisqu'il est probable que des pays tiers l'adopteront pour la facturation de leurs échanges commerciaux et que les prix de certains produits seront fixés en euros.

3.2 Rôle officiel : ancrage d'une monnaie à une autre

Le nombre de pays qui rattachent leur monnaie à la devise d'un autre pays est une indication du rôle international de cette dernière. Sous le système de Bretton Woods, toutes les monnaies étaient rattachées au dollar. Depuis, selon le FMI, environ seulement la moitié des pays ayant un taux de change fixe rattachent leur monnaie au dollar, ce qui représente moins de 2 % du PNB mondial (tableau 6).

Toutefois, avec le système monétaire international actuel, une diminution du nombre de pays qui fixent la valeur de leur monnaie n'est pas très significative. En premier lieu, cette diminution signifie simplement que davantage de pays ont adopté le flottement pur plutôt que d'opter pour une unité de compte officielle différente. En second lieu, plusieurs pays « gèrent » leurs échanges bilatéraux en se rattachant à un panier de monnaies¹⁰. Bien que, selon la version officielle, ces monnaies ne sont fixés par rapport à aucune autre, leur taux de change demeure relativement stable par rapport au panier. De plus, depuis 1979, la plupart des pays européens font partie du Système monétaire européen et ont rattaché leur monnaie au mark allemand, faisant ainsi de cette devise une monnaie d'ancrage.

9. Pour trouver la part mondiale des exportations intra-UE (8 %), nous avons multiplié par 25 % la part mondiale des exportations des principaux pays européens (33 %). Nous avons ensuite soustrait 8 % de 33 % afin d'obtenir la part mondiale des exportations extra-UE des pays européens (25 %).

10. Une des manières de découvrir à quelle devise une monnaie s'est rattachée consiste à mesurer la volatilité de cette monnaie par rapport à celle des devises auxquelles elle aurait pu se lier. Benassy et Deusy-Fournier (1995) ont montré que cette approche fournit sensiblement les mêmes résultats que ceux du tableau 6.

TABLEAU 6

LES ACCORDS DE CHANGE

	Nombre de monnaies dont la valeur est ancrée dans une autre	
	1986	1995
Dollar américain	33	23
Livre sterling	0	0
Franc français	14	14
Autres*	5	8
Total	52	46

NOTE : * Le dollar australien, le mark allemand, la roupie indienne, la lire italienne, le rand sud-africain ou le rouble russe.

SOURCE : *Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*, Rapport annuel, diverses années, FMI.

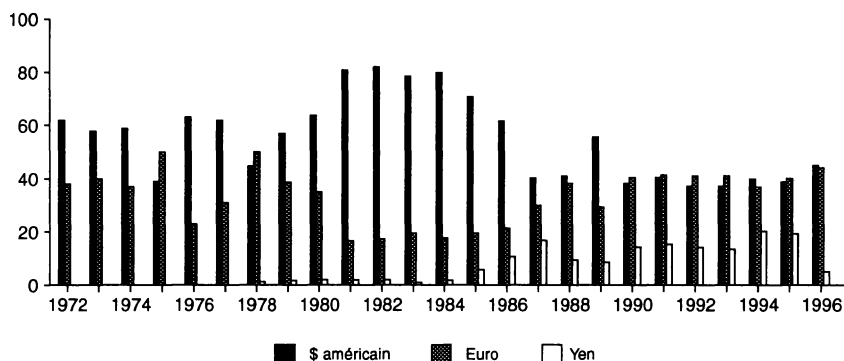
4. RÉSERVE DE VALEUR

4.1 Rôle privé : émission de titres internationaux

La composition monétaire des titres internationaux en circulation indique que, depuis le milieu des années quatre-vingt, le dollar a également perdu une part de marché substantielle dans cette catégorie (graphique 1). Les gains ont surtout été réalisés par les monnaies de l'Union européenne et, dans une moindre mesure, par le yen japonais. Après avoir représenté en moyenne 55 % au cours des années soixante-dix, la part occupée par le dollar a fait un bond au début des années quatre-vingt avec une moyenne de 73 % pour ensuite chuter à 40 %, son plus bas niveau au cours des trois dernières décennies. Par contre, la part totale des titres internationaux libellés dans les monnaies de l'UE est restée remarquablement constante. Après avoir baissé à 20 % au cours des années quatre-vingt, elle est revenue à son niveau des années soixante-dix, soit 38 %, et l'écart avec la part occupée par le dollar a été réduit. Les gains les plus substantiels ont été enregistrés par les titres libellés en yen. Leur part est passée de moins de 1 % dans les années soixante-dix à plus de 12 % dans les années quatre-vingt-dix.

GRAPHIQUE 1

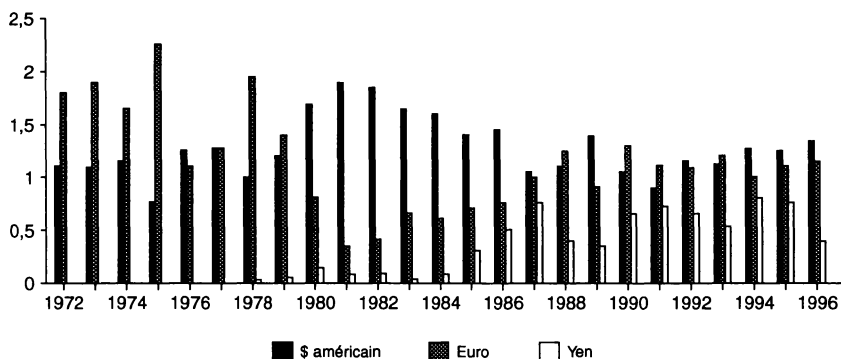
VENTILATION PAR DEVISE DES OBLIGATIONS INTERNATIONALES
(EN TERMES NOMINAUX)



L'effet exercé par la taille du pays montre que l'érosion de la part du dollar sur le marché des titres internationaux a été modeste. Par contre, les monnaies des membres potentiels de l'UME ont enregistré des gains importants au cours des années quatre-vingt-dix par rapport au niveau qu'elles occupaient au cours de la décennie précédente (graphique 2). Les grands perdants de cette catégorie ont été les monnaies des pays non-membres de l'UME. La part relative du franc suisse est passée d'un indice de 5 en 1985 à moins de 2 en 1996 (non illustré). Depuis le milieu des années quatre-vingt, la part relative du dollar a diminué d'un index de 1,6 à 1,1, ce qui laisse penser que la part mondiale des titres libellés en dollars tend à se rapprocher de la taille relative du PNB américain.

GRAPHIQUE 2

VENTILATION PAR DEVISE DES OBLIGATIONS INTERNATIONALES
(PONDÉRATION EN FONCTION DU PIB)



Au début des années soixante-dix, la part relative occupée par les monnaies des pays de l'UE était nettement supérieure à celle du dollar. Ce fait reflète toutefois la part modeste de leur PIB, plutôt que la taille du marché des titres libellés dans leur monnaie respective. Depuis le milieu des années quatre-vingt, la part relative des monnaies des membres potentiels de l'UME a presque doublé. Son indice a augmenté de 0,7 à 1,08, ce qui révèle qu'en 1996, la part mondiale des titres internationaux libellés en monnaie européenne excédait la taille relative de leur PIB total. Ces résultats indiquent que si l'on considère les monnaies de l'UE conjointement, elles remplissent les mêmes critères que le dollar pour devenir une monnaie internationale.

Certains analystes prétendent que ces changements ne prouvent pas nécessairement que les titulaires de titres internationaux aient effectué une diversification ou une substitution monétaires et que, par conséquent, celles-ci ne devraient pas être considérées comme permanentes. D'abord, la hausse des actifs en yen comme moyen pour se couvrir contre le risque de change est principalement le résultat des achats effectués par les investisseurs japonais et non celui de la substitution pour des titres libellés dans une autre devise. Ensuite, la généralisation des reports sur devises, lesquels permettent aux emprunteurs de convertir une émission obligataire dans quelque devise que ce soit, permet aux prêteurs d'imposer leurs préférences quant à la devise dans laquelle ils souhaitent prêter. Le déclin de la part des titres libellés en dollars peut donc simplement refléter les devises dans lesquelles les prêteurs souhaitent prêter et non le fait que les agents préfèrent emprunter dans une devise autre que le dollar. Finalement, l'incidence des variations de change explique en grande partie le déclin de la part des titres libellés en dollars suite à la dépréciation de cette devise sur le marché des changes. Ainsi, cette situation risque fort de connaître une tendance inverse si les investisseurs anticipent une appréciation permanente du dollar.

Pour approfondir le troisième argument, il est nécessaire de distinguer l'effet exercé par le taux de change de celui exercé par les quantités. En maintenant la répartition du portefeuille à son niveau de 1972, nous analysons l'évolution de sa valeur et nous déterminons l'incidence des variations de change depuis 1972. Le graphique 3 et le tableau 7 indiquent que la valeur moyenne de la part occupée par le dollar dans les titres internationaux est restée constante, à environ 60 %, de 1972 à 1978 et de 1979 à 1986. Ce résultat indique que la montée enregistrée dans les années 1980 par la part nominale était causée par un mouvement vers des titres libellés en dollars, faisant ainsi augmenter leur volume de 30 %¹¹. Toutefois,

11. Nous sommes arrivés à ce chiffre de la manière suivante. Supposons que S_i soit la part des bons en monnaie i exprimée en dollars. Ainsi, $S_i = E_i X_i / X$ où E_i , X_i et X correspondent au taux de change bilatéral du dollar, au volume de titres émis dans la monnaie i et à la valeur totale des titres internationaux exprimée en dollars. Alors $s_i = e_i + x_i - x$, où l'emploi de la minuscule représente le pourcentage de variation. Si Q_i est la valeur en dollars de la part des titres en monnaie i , fixée selon les quantités de 1972, alors $q_i = e_i - x$. Ainsi, nous pouvons exprimer le pourcentage de variation dans le volume de titres libellés en monnaie i comme $x_i = s_i - q_i$.

au cours de la dernière décennie, la part moyenne du dollar, soit 40 %, était inférieure à la valeur moyenne du portefeuille à quantités fixes (50,7 %), ce qui représente un déclin réel de 28 % des titres libellés en dollars depuis 1986.

GRAPHIQUE 3

VENTILATION PAR DEVISE DES OBLIGATIONS INTERNATIONALES
(RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE EN TERMES RÉELS)

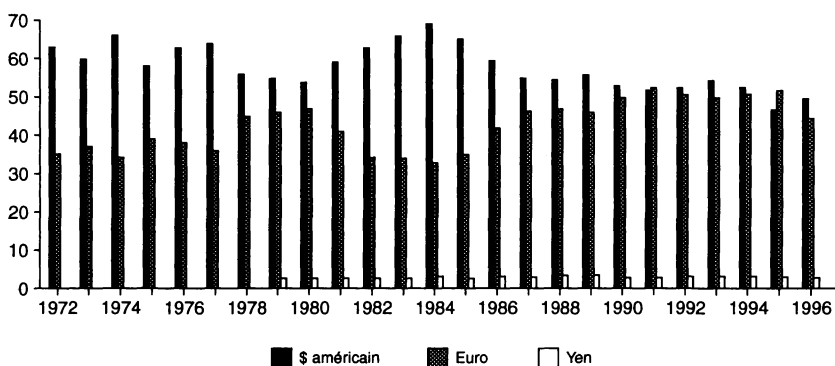


TABLEAU 7

VENTILATION PAR DEVISE DES OBLIGATIONS INTERNATIONALES

	Moyennes par période – en pourcentage					
	Parts nominales			Parts réelles		
	\$ É-U	Euro	Yen	\$ É-U	Euro	Yen
1972-78	55,0	38,2	0,2	61,0	37,0	0,2
1979-86	72,6	20,4	2,7	60,0	38,5	2,5
1987-96	40,7	38,0	12,5	50,7	47,8	3,8

NOTE : * L'euro inclut le franc belge, la couronne danoise, le mark allemand, l'ÉCU, le mark finlandais, le franc français, la lire italienne, le florin néerlandais, la couronne norvégienne, la livre sterling, la peseta espagnole, et l'escudo portugais.

SOURCE : Statistiques financières de l'OCDE, Principaux indicateurs économiques de l'OCDE et calculs des auteurs.

La même analyse montre que la valeur en dollars d'un portefeuille de 1972, constitué de titres libellés dans les monnaies des pays membres de l'UE, est demeurée à peu près constante à 37 % jusqu'en 1986. Cette état de fait indique que la chute de 38 % à 20 % de leur part nominale reflète une diminution de plus de 40 % du volume des titres libellés dans les mêmes monnaies (graphique 3 et tableau 7). Cette tendance a toutefois été inversée au cours de la dernière décennie. Bien que la valeur en dollars des titres des pays de l'UE ait augmenté de 38 % à 49 %, leur part nominale est passée de 20 % à 38 %, ce qui se traduit par une hausse de 64 % de leur volume. Enfin, une hausse de 2,7 % à 12,5 % de la part nominale des titres libellés en yen, alors que la variation de la valeur était modeste, a multiplié par six le volume de ces titres depuis le milieu des années quatre-vingt.

En résumé, notre analyse montre que, depuis la seconde moitié des années quatre-vingt, la part que le dollar américain occupait sur le marché des titres internationaux a régressé au profit des monnaies de l'UE et du yen. Que les changements sur les marchés financiers soient permanents ou temporaires, les progrès enregistrés par les titres libellés en monnaies de l'UE sur les marchés internationaux correspondent aux croyances de la plupart des observateurs qui prétendent que si l'euro est créé avec un nombre restreint de monnaies, un marché pour les titres libellés en euros pourrait rapidement devenir le deuxième plus important marché de titres après celui des États-Unis. La rapidité avec laquelle les *euro-obligations* pourront remplacer le dollar comme investissement international dépendra de la vitesse à laquelle les marchés des capitaux émettront et transigeront la dette en euros et du rythme auquel les pays de l'UE développeront et solidifieront leurs marchés financiers.

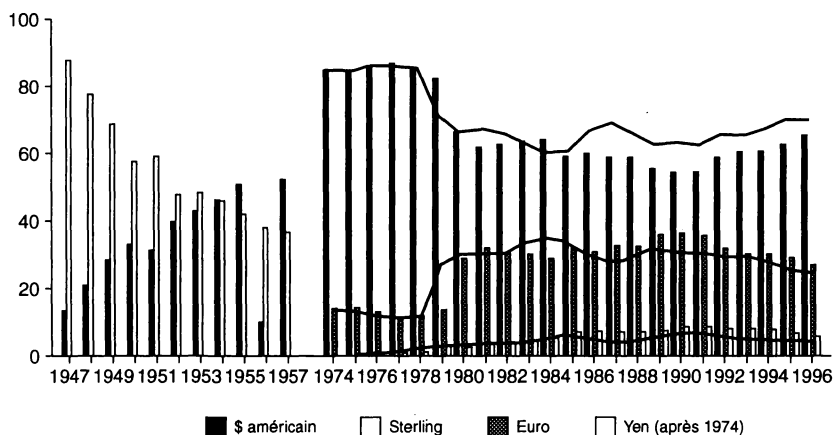
4.2 Rôle officiel : les réserves internationales

Bien que son rôle international dans la composition monétaire des réserves de devises étrangères ait décliné, le dollar domine depuis les années 60 (graphique 4). Juste après la Seconde Guerre mondiale, bien que la livre sterling ait continué à jouir de son hégémonie comme monnaie de réserve avec 87 % des réserves mondiales, le dollar est apparu comme un sérieux rival. Vers le milieu des années cinquante, le dollar a remplacé la livre sterling comme monnaie de réserve et a atteint un sommet entre 1975 et 1980 avec 85 % des réserves mondiales.

Toutefois, depuis 1979, la part du dollar a décliné au profit des monnaie de l'UE. Entre 1979 et 1996, les réserves mondiales totales en dollars américains ont diminué de 30 %, passant ainsi de 84 % à 60 %. Au cours de la même période, la part des monnaies de l'UE a presque triplé, passant de 13 % à 32 %. Quatre-vingt-dix-sept pour cent de la chute du dollar comme monnaie de réserve s'expliquent par les hausses du yen et du mark allemand.

GRAPHIQUE 4

VENTILATION PAR DEVISE DES RÉSERVES INTERNATIONALES*



NOTE : * L'euro inclut le mark allemand, le franc français, le florin néerlandais, l'ÉCU et la livre sterling.

SOURCE : Rapport annuel du FMI, Principaux indicateurs économiques de l'OCDE et les calculs des auteurs.

Néanmoins, le déclin de la part du dollar cache plusieurs revirements qui se sont produits au cours des deux dernières décennies. La composition des réserves était stable de 1974 à 1977. Entre 1977 et 1980, le dollar a diminué de 13 %, passant de 79 % à 69 % des réserves totales. La diversification, qui s'est réalisée au détriment du dollar, a eu lieu quand il s'est fortement déprécié. Entre 1980 et 1983, la tendance a été inversée et l'appréciation du dollar a été accompagnée d'une hausse modeste de 3 % de la part qu'il occupait pour atteindre 71 %.

Entre 1983 et 1991, la part des réserves en dollars a de nouveau connu une baisse, mais celle-ci était causée par l'apparition d'instruments de réserve libellés en yens japonais ou en marks allemands. Les pays en développement ont augmenté de manière importante leurs avoirs en yens et en marks dans leurs réserves de devises. Plus précisément, les banques centrales d'Asie de l'Est, dont les réserves constituent une part importante des réserves mondiales totales, ont délaissé le dollar au profit du yen. Finalement, nous pouvons expliquer le déclin des réserves en dollars par le fait que les réserves officielles américaines, exprimées en une monnaie autre que le dollar, ont atteint plus de 8 % des réserves mondiales totales en 1994 alors qu'elles étaient négligeables en 1976.

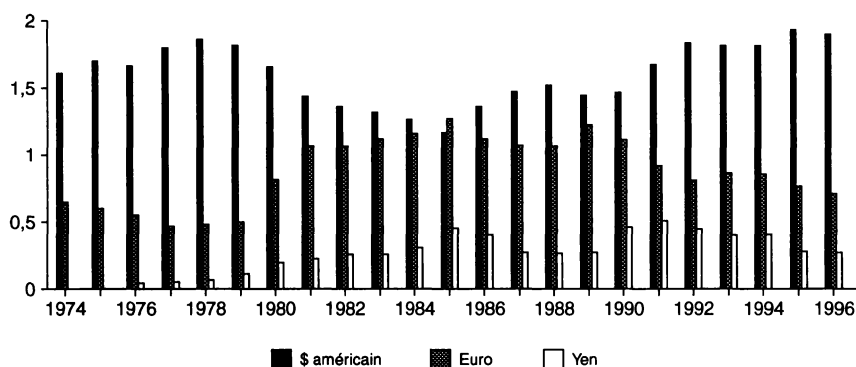
Toutefois, de 1990 à 1996, la part du dollar est passée de 54 % à 65 %, soit une hausse de 20 %, au détriment du mark et du yen. La hausse du début de la décennie reflète les interventions des banques centrales des principaux pays pour stabiliser la valeur du dollar, ainsi que l'accumulation de réserves en dollars par

l'Asie de l'Est. Au cours des deux dernières années, l'augmentation de la part occupée par le dollar témoigne également du désir des investisseurs de fuir l'incertitude causée par l'UME et, plus récemment, par la crise asiatique.

Les changements dans la composition des réserves internationales montrent que, dans l'ensemble, le rôle du dollar a faiblement diminué. Cette conclusion est renforcée quand on tient compte de l'effet exercé par la taille du pays (graphique 5). Depuis 1990, après avoir été pondérée pour le PIB, la part du dollar dans les réserves internationales a régulièrement augmenté. En 1995, elle était de 1,9, un niveau supérieur au sommet de 1,8 atteint en 1978.

GRAPHIQUE 5

VENTILATION PAR DEVISE DES RÉSERVES INTERNATIONALES*
(PONDÉRATION EN FONCTION DU PIB)



NOTE : * L'euro inclut le mark allemand, le franc français, le florin néerlandais, l'ÉCU et la livre sterling.

SOURCE : Rapport annuel du FMI, Principaux indicateurs économiques de l'OCDE et les calculs des auteurs.

Pour prendre en considération les effets que le taux de change peut avoir sur la composition monétaire des réserves mondiales, nous avons représenté graphiquement la tendance affichée par la part des réserves exprimées en quantités, et nous avons soustrait l'effet des prix (ligne pleine du graphique 4). Les tendances que suivent les parts réelles confirment les résultats obtenus dans le cas des parts nominales. Au début des années quatre-vingt, la part du dollar a diminué de 20 % en termes réels comparativement à sa moyenne des années soixante-dix. Toutefois, cette tendance a connu un revirement plus tôt et plus prononcé que dans le cas de la part nominale. En 1996, la part réelle du dollar est parvenue au sommet de 70 %, sommet atteint en 1979.

La part réelle des monnaies de l'UE a doublé entre les années soixante-dix et quatre-vingt, alors que celle du yen a quadruplé. Les tendances à la baisse de ces blocs monétaires, dont l'origine remonte aux début des années quatre-vingt-dix, montrent toutefois que l'amélioration observée dans les années quatre-vingt peut cesser. Actuellement, la part réelle des monnaies de l'UE se situe à 25 %, son niveau le plus bas depuis 1980.

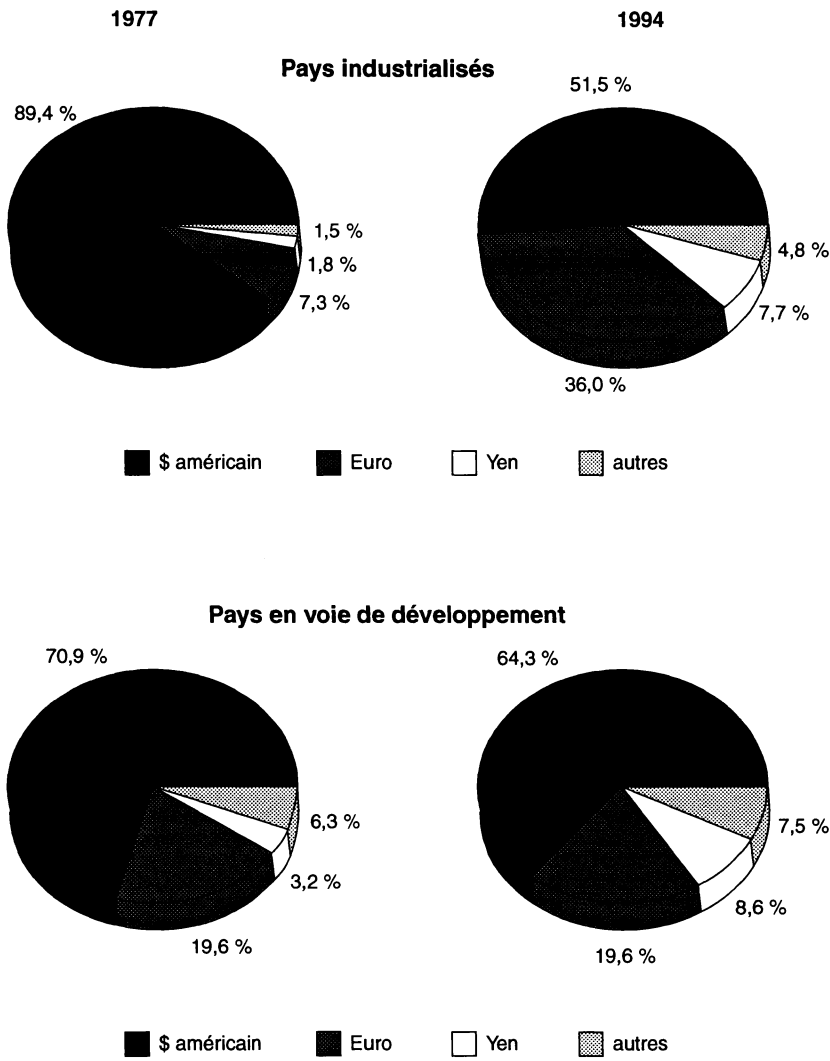
Le sens dans lequel l'UME va affecter la demande de réserves en dollars est ambigu. Au moins deux facteurs exerceront des pressions à la baisse sur les besoins en dollars des pays membres : (i) les membres de l'UME adopteront une monnaie unique et n'auront pas besoin du dollar comme monnaie d'intervention pour stabiliser leur propre devise; (ii) ils économiseront sur les avoirs en réserves internationales puisqu'elles seront rassemblées par la banque centrale européenne (BCE). La Commission européenne estime que les économies au niveau des réserves se traduiront par un déclin de 200 milliards des réserves en dollars. D'après les chiffres de 1994, ce déclin révèle une baisse de 10 % dans la part des réserves mondiales en dollars pour se situer à 53 %.

Toutefois, cela constitue une limite supérieure puisqu'un troisième facteur, relatif à la crédibilité du nouveau système, va probablement exercer des pressions à la hausse sur la demande de réserves en dollars. La plupart des observateurs estiment que, tant que la BCE n'est pas réputée être anti-inflationniste, de nombreux investisseurs et plusieurs banques centrales régionales favoriseront le dollar au détriment du yen quand il s'agira de diversifier leurs réserves. Si cette diversification se réalise, la demande de dollars augmentera, ce qui ralentira le déclin auquel on aurait pu s'attendre à la suite de la mise en commun des réserves par la BCE.

L'analyse effectuée dans cette section montre que malgré le fait que la part des monnaies européennes ait augmenté substantiellement, cette hausse ne constitue pas une menace sérieuse à la suprématie du dollar dans les réserves internationales, même après l'UME. Un des facteurs qui pourrait expliquer que le dollar conserve son rôle dans cette catégorie est l'hystérésis créée par la proportion des réserves en dollars insensibles aux fluctuations du taux de change ou aux changements institutionnels. La plupart des pays en développement utilisent leurs réserves en dollars pour financer leurs importations ou le service de la dette. Quand la valeur du dollar fluctue, la proportion des réserves en dollars détenue par ces pays demeure inchangée. Par contre, dans les pays industrialisés, les réserves en dollars servent à gérer le taux de change et sont, par conséquent, sensibles à ses fluctuations. Le graphique 6 montre que, en 1994, plus de 60 % des réserves mondiales en dollars sont détenues par les pays en développement et ce chiffre est resté remarquablement stable au cours des deux dernières décennies. Cette statistique confirme la vision selon laquelle l'hystérésis est probablement le principal facteur explicatif de la stabilité des réserves mondiales en dollars.

GRAPHIQUE 6

PARTS DES RÉSERVES INTERNATIONALES*



NOTE : * L'euro inclut la France, l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni

SOURCE : Rapport annuel du FMI, plusieurs années

5. L'EFFET DE L'EURO SUR LA VALEUR DU DOLLAR ET DU YEN

Quel que soit le rôle international de l'euro, sa valeur sera déterminée par différents facteurs en fonction de l'horizon temporel. À court terme, les cycles économiques et les politiques monétaires des États-Unis et de la zone euro affecteront les fluctuations du cours des changes. À long terme, la théorie indique que la valeur de l'euro sera déterminée par des fondements économiques tels que le différentiel de taux d'inflation, la croissance et les comptes courants entre l'eurozone, les États-Unis et le reste du monde.

Qu'il s'agisse du court terme ou du long terme, il n'existe pas de consensus quant à la valeur que prendra l'euro¹². Certains économistes considèrent qu'à court et à moyen terme, la BCE permettra à l'euro de s'apprécier jusqu'à ce qu'elle établisse sa réputation anti-inflationniste. Dans le cas où une demande excédentaire pour des actifs libellés en euros viendrait s'ajouter, nous pourrions assister à un surcroît d'appréciation de l'euro et à la détérioration du compte courant de la zone euro. La contrepartie de cette détérioration serait l'augmentation de la dette libellée en euros qui est détenue par le reste du monde, et une plus grande internationalisation et appréciation de l'euro.

D'autres s'opposent à ce point de vue et accusent les pressions politiques potentielles pour expliquer la possibilité d'un euro faible, surtout si le taux de chômage demeure haut en Europe. Les défenseurs de cette vision soutiennent que si l'activité économique européenne est faible, les taux d'intérêt et le rendement sur les actifs libellés en euro seront faibles, ce qui se traduira par une réduction de la demande étrangère pour ce type d'actifs. De plus, si les taux d'épargne élevés et les faibles déficits persistent, le compte courant de la zone euro conservera son surplus et l'internationalisation de l'euro n'aura pas lieu, ce qui freinera l'appréciation de cette monnaie par rapport au dollar.

Certains analystes lancent une mise en garde contre la vision selon laquelle il y aura une demande excédentaire pour des actifs libellés en euros. Selon eux, la direction que prendront les mouvements nets de portefeuille n'est pas clairement définie. La liquidité accrue des marchés financiers exprimées en euros créera, non seulement un mouvement de portefeuille vers les actifs libellés en euros, mais aussi une augmentation de leur offre en incitant les gestionnaires de dettes à effectuer des émissions en euros. Dans ces conditions, la valeur de l'euro dépendra de l'importance de ces deux tendances¹³.

12. Johnson (1994) n'obtient pas « *d'a priori* pour conclure que le dollar peut gagner ou perdre suite à l'apparition d'une monnaie unique ». Alogoskoufis et Portes (1997) soutiennent que l'euro s'appréciera par rapport au dollar ou au yen, tandis que Artus (1997) sème un doute sur l'internationalisation et, par conséquent, sur l'appréciation de l'euro.

13. Voir McCauley et White (1997), et McCauley (1997).

CONCLUSION

Dans cette étude, nous avons cherché à déterminer si les événements mondiaux récents ont remis en question la suprématie du dollar et nous avons analysé la manière dont une monnaie européenne unique pourrait affecter le rôle international du dollar. Nous avons montré que le dollar suit une tendance à la baisse dans la plupart des catégories en ce qui a trait à l'utilisation privée et que cette tendance ne devrait pas disparaître avec l'UME. Dans toutes les fonctions de la demande privée, la part du dollar a diminué de façon significative, tandis que celle des monnaies des membres potentiels de l'UME a réalisé des gains importants.

Toutefois, le scénario est différent quand il s'agit de l'utilisation effectuée par le secteur officiel. Le dollar demeure la devise dominante dans toutes les catégories et sa suprématie est peu affectée par la demande officielle pour une monnaie internationale, grâce essentiellement à l'hystérésis. De plus, le dollar reste toujours la devise la plus liquide et continue à jouir d'une part de marché importante grâce aux externalités dues à la profondeur des marchés. Ces facteurs nous ont mené à la conclusion que si l'euro est adopté comme monnaie européenne unique, les deux monnaies coexisteront certainement dans un système multipolaire où le yen jouera un rôle nettement moins important que celui de l'euro et du dollar.

Dans notre discussion sur la valeur de l'euro par rapport au dollar et au yen, nous avons montré qu'il est difficile de déterminer si l'euro s'appréciera ou se dépréciera par rapport au dollar. Bien que l'internationalisation de l'euro doive affecter sa valeur, les facteurs de court et de long terme pourraient exercer des pressions dans le sens contraire. Une restructuration globale plus poussée des blocs monétaires, comme la modification de l'ALENA pour qu'il devienne une zone dollar ou encore la formation d'une zone yen entre les pays du bloc asiatique, pourrait aussi affaiblir l'euro. Ainsi, avec les blocs monétaires actuels, la valeur du taux dollar par rapport à l'euro reste une question de politique. La formation d'un autre bloc monétaire pourrait donner de la vigueur au dollar ou au yen par rapport à l'euro.

BIBLIOGRAPHIE

- ALOGOSKOUFIS, G., et R. PORTES (1997), « The Euro, the Dollar and the International Monetary System », étude présentée à la conférence organisée par le FMI intitulée *EMU and the International Monetary System*, Washington DC, March : 17-18.
- ARTUS, P. (1997), « Est-il sûr que l'euro va devenir une monnaie internationale? », Caisse Des Dépôts et Consignations, No. 97.08.
- BENASSY, A., et P. DEUSY-FOURNIER, (1995), « La concurrence internationale des monnaies depuis 1973 », dans *Cinquante Ans Après Bretton Woods*, M. AGLIETTA (ed.), Economica.
- BENASSY, A., A. ITALIANER, et J. PISANY-FERRY (1994), « The External Implications of the Single-Currency », dans *Économie et Statistique*, INSEE.
- BLACK, S.W (1990)., « The International Use of Currencies » dans Y. SUZUKI, J. MIKAYE, et M. OKABE (eds.), *The Evolution of International Monetary System: How can Efficiency and Stability Be Attained?*, University of Tokyo Press.
- BUITER, W.H. (1995), « Macroeconomic Policy During a Transition to Monetary Union », CEPR Discussion Paper 1 222.
- DE GRAUWE, P (1996)., « How to Fix Conversion Rates at the Start of EMU? », CEPR Discussion Paper 1 530.
- DOWD, K. et D. GREENAWAY (1993), « Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas », *The Economic Journal*, 103 : 1 180-1 189.
- EUROPEAN COMMUNITY COMMISSION (1990), « One Market, one Money », European Economy 44, Bruxelles, Belgique.
- HAKKIO, C. (1991), « The International Role of the Dollar », Federal Reserve Bank of Kansas City, Working Paper No. 91-08.
- JOHNSON, K. (1994), « International Dimension of European Monetary Union: Implications for the Dollar », Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 469.
- KRUGMAN, P. (1991), « The International Role of the Dollar: Theory and Prospects », in *Currency and Crises*, MIT Press.
- MATSUYAMA, K., N. KIYOTAKI, et A. MATSUI (1993), « Toward a Theory of International Currency », *Review of Economic Studies*, 60 : 283-307.
- MCCAULEY, R.N. (1997), « The Euro and the Dollar », BIS Working Paper No. 50.
- MCCAULEY, R.N., et W.R. WHITE (1997), « The Euro and European Financial Markets », BIS Working Paper No. 41.
- MELITZ, J. (1991), « A Suggested Reformulation of the Theory of Optimal Currency Areas », CEPR Discussion Paper, No. 590.
- MUNDELL, R. (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 51 : 65-75.

- TAVLAS, G.S. (1990), « On the International Use of Currencies: the Case of the Deutsche Mark », IMF Working Paper No. 90-3.
- TAVLAS, G.S., et Y. OZEKI (1991), « The Internationalization of Currencies: an Appraisal of the Japanese Yen », *IMF Occasional Paper*, No. 90.
- TREJOS, A., et R. WRIGHT (1995), « Toward a Theory of International Currency: a Step Further », mimeo.